

# 财政新约”不能拯救欧债危机

所谓的“财政新约”不过又是一个权宜之计，它并不能解决欧洲银行目前面临的融资困境，更不足以提振欧元区债券市场，甚至也难以避免标普调降欧洲经济体信用评级。2010年美、欧、英、日4大经济体总债务余额达到84万亿美元，约为其国内生产总值(GDP)的2.4倍。主权债券变得越来越不安全，发达国家的债务依赖性经济模式正在走到尽头。在无法有效消化主权债务的前提下，不断抛弃高风险的主权债券已经成为不可避免的大趋势。

张莱楠

## 欧债危机短期内无解

日前，被认为是拯救欧洲“最后行动”的欧盟峰会落下帷幕，峰会达成了推进财政融合，约束财政纪律的新契约。然而，所谓的“财政新约”仅仅又一个权宜之计，它并不能解决欧洲银行目前面临的融资困境，更不足以提振欧元区债券市场，甚至也难以避免标普调降欧洲经济体信用评级，注定欧债危机短期内几乎无解。

欧债危机一波又波，但至今为何拿不出切实可行的方案，这也许不是欧盟领导人的不作为，再或是政治分歧难以弥合，更不仅仅是财政一体化滞后于货币一体化，欧债危机折射出的是债务国再融资能力或滚动债务面临严重威胁，全球债务泡沫正在走向破灭。在全球主权债务风险泛滥的大背景下，主权债成为被大幅沽空和抛售的对象，所谓的“安全资产”不再免疫，信用违约互换(CDS)违约保护成本大幅飙升，一些被市场奉为铁律的规则在这场债务危机中一个个被打破，不断抛弃高风险的主权债券已经成为无法避免的大趋势。

## 债务依赖模式走到尽头

在相当长的时期里，发达国家的主

权信用债券都被视为财富的标志和无风险资产，可以被视为衡量其他金融资产价格的定价锚。由于发达国家均享受全球最高的信用评级，因此，融资成本和违约成本都相当低廉，这加剧了发达国家债务的过度积累，造就了债券市场的长期牛市，而金融危机中发达国家大规模的救市以及发债更是变本加厉，将债务规模推至风险极高的水平。

根据国际货币基金组织(IMF)的数据，从2007年次贷危机开始至2010年，全球经济体财政赤字占全球产出的比重平均上升了15个百分点，全球公共债务增加约15.3万亿美元，几乎等于此前5年年均债务增加量的3倍，负债水平普遍超过危机前的2007年提高了15%~20%，进而使各国政府债务占比上升至35%左右。2010年美、欧、英、日4大经济体总债务余额达到84万亿美元，约为其国内生产总值(GDP)的2.4倍，在全球债务分布中，排名前10位的发达经济体外债总和，已经占到全球债务份额的83.8%，这使得发达国家越来越形成对债务融资的高度依赖。

而伴随着欧债危机愈演愈烈，主权债券变得越来越不安全，发达国家的债务依赖性经济模式正在走到尽头。事实上，美国国债被降级正是这一标志的开始。8月份，美国国债首次失去“3A”评级，全球资产重心的价值中枢大幅下

移。因为在全球3A信用评级中，美债占七成，是全球资产定价的基准。美债信用评级调降后，随之而来的是无论是股票、金融，还是大宗商品市场都在暴跌。标普降低美债对全球金融而言可以说是极具标志性意义的事件，因为等于全球资产价值的中枢都大幅下降，全球资产价值开始重估，主权风险溢价显著上升，这意味着对那些债务国而言，要求更大的风险补偿和更高的债务融资成本。

## 推出欧元区共同债券时机未到

应该讲，欧洲在解决债务问题上不能说不尽力，但对于债务危机的解决，美欧采取了不同的做法。2008年美国次贷危机时，美国是用更多的资金来稀释债务，比如，利用各种不同的新型杠杆方式，设法让房市及证券价格维持较高的水平来降低债务比率，而反观这次欧洲作法则是，削减财政预算和政府支出，同时希望银行及债权人减记债务，但这必然导致银行业和经济前景雪上加霜。

当前，人们对推出欧洲共同债券充满期待，认为创建一个欧元区共同债券市场可以消除流动性、信贷以及汇率风险。高负债国家将可以获得较为廉价的资金，银行则可以获得高质量的抵押品，围绕两者偿债能力的担忧也将随之消退。但现在最大的问题是，覆巢之下无完卵。发行欧元区共同债券的前提应该是建立在可持续的财政基础之上的，而在当下，推出欧元区共同债券并不是一个合适的时机，把高信用风险捆绑在一起的欧元区共同债券，不但不是“防火墙”，反而可能触发“连锁”风险，并进一步遭到资产抛售。

另一方面，同样是规模巨大的欧洲国债市场和美国国债市场正在形成债务资源的争夺，而推出欧洲共同债券将会加剧两者的竞争。标普在把15个欧元区国家列入降级观察名单之后，又把将

EFSF、欧洲大银行以及为其担保国奥地利、芬兰、法国、德国、卢森堡与荷兰的长期AAA信用评级均置于“负面观察”名单之中，这就意味着未来一旦发行欧元区共同债券其风险和潜在杀伤力依然不能小视。

## 抛弃高风险债券已成趋势

眼下，欧债危机愈演愈烈之际，美国国债自然受到热捧，美国国债依存度越来越高。反过来，全球资金流入美债，欧债融资就越发困难。这样，美国债务越来越多，欧洲债务越来越差，美债和欧债正在形成彼此加强的恶性循环。然而，欧洲的问题不可能永远掩盖美国自身的问题。根据美国国会预算办公室(CBO)预计，今年美国的债务对GDP比将会达到67%，不仅远大于去年40%的债务依存比，更大于几乎是过去40年37%平均数的两倍，外界开始意识到，如果到未来两三年内，美国仍未在赤字背后的结构性问题上取得进展，有效地削减对债务的过度依赖，那么债券市场将会忧虑，美国国债收益成本也面临大幅上升的可能性。

看来，欧债危机还将继续上演，而全球债务危机也不会就此止步，多米诺骨牌还会继续翻倒，毕竟在无法有效消化主权债务的前提下，不断抛弃高风险的主权债券已经成为不可避免的大趋势。在找不到真实经济增长的前提下，发达国家消灭过度的债务只能面临两种结果：要么靠市场力量的选择对继续举债进行冻结，要么就是通过债务货币化，但这可能使这些国家陷入日本化的长期停滞。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

## 焦点评论

## 经济时评 | Hot Topic |

## 预调微调”为保持经济平稳发展定调

井水明

近日召开的中共中央政治局会议，分析研究了2012年经济工作。会议强调，明年要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性、灵活性、前瞻性，继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系。更加有预见性地加强和改善宏观调控，准确把握好调控的力度、节奏、重点，并根据形势的变化及时作出预调、微调。

11月消费者物价指数(CPI)急速下滑至4.2%，当民众对通胀水平持续回落已没有任何疑问的时候，中央为2012年定下了“预调微调”的方向，意味着政策或不会大幅度放松，但一个无法回避的现实，就是积极的财政政策或将加速向保增长倾斜。

今年以来，在欧美债务危机的冲击下，全球经济复苏进程明显受挫，特别是随着欧债危机的升级，即使是德、法等传统强势国家，也面临着经济增速放缓，甚至衰退的风险。而在外国经济不景气的环境下，针对中国贸易争端不断升级，不仅是发达国家，目前新兴经济体与我国的贸易摩擦也有增多趋势，中国经济不可避免地受到影响。同时，为了应对经济过热和高企的通货膨胀压力，决策层进行了相应的针对性调整，这也在一定程度上令中国经济放缓了脚步。而这种有节奏的主动放慢为经济加快转型和产业尽快升级提供了可以回旋的余地

和空间，确保了明年中国经济将回归常态化的“软着陆”。国内外经济形势的不确定性增加保增长的难度，而政府一系列极富预见性“预调微调”政策措施，为应对波诡云谲的经济形势创造了

先决条件。如今我国经济增长整体继续朝着宏观调控的预期方向发展，保持着平稳较快的发展态势。但需要警惕的是，世界经济特别是发达国家经济前景的不确定性依然存在，我国的外需仍面临着严峻挑战。同时，当前我国经济发展方式转变和经济结构调整的任务依然繁重，在房地产等传统支柱产业贡献度下降，新兴战略性新兴产业仍待发展的背景下，我国经济的内生动力也亟待注入新的活力。

“预调微调”为保持经济平稳较快发展打下基础，更要为提高经济增长的质量创造条件。中央政治局会议不仅强调“要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，促进房地产市场健康发展”，目前，房地产市场正沿着国家宏观调控的方向逐步推进，房价松动和下降正逐步回归理性，这更加坚定了人们对房地产控制的信心。而国家在优化投资结构、落实节能减排、深化改革、稳定物价、保障民生等方面的具体要求和布置，显示出中央在稳定经济增速的同时，大力提高经济发展质量的决心。

国家对小微企业的财政金融支持政策将深度推进，小型微利企业减半征收企业所得税政策将延长至2015年底并扩大范围；对金融机构向小微企业贷款合同3年内免征印花税；金融企业中小企业贷款损失准备金税前扣除政策将延长至2013年底。这一系列促进中小企业发展的财税举措，都将推动宏观经济内生动力不断增强。改善小微企业的生存和发展状态，将有力促进实体经济活力和实力的不断增强。顺应民意的进一步推进结构性减税，从而利用“多支少收”的办法促进经济和民生的发展。

## “中等收入陷阱”究竟有多深?

阎淑萍

12月12日，中国社科院发布《产业竞争力蓝皮书》，称按照2011年世界银行的标准，中国已经成为中上等收入国家，正面临着经济增长放缓、人均收入难以提高的“中等收入陷阱”考验。

蓝皮书指出，每年7月世界银行都会对国家的分类进行调整，根据该行2011年的标准，中国已被列入“中上等收入国家”。20世纪80年代中期前，中国一直属于低收入国家行列；其后开始步入中等收入国家之列；经过10多年的努力，但实践起来还需要时间和配套措施。期待管理层在治理新股发行过高的市盈率和一股独大现象上能够出重拳，尽早让“造富机器”实现藏富于民的功能，让中小投资者分享资本市场成长的硕果。

事实上，对于“中等收入陷阱”，如今我们多少有些“敏感”过度。比如，按世界银行公布的数据，2008年的最新收入分组标准为：人均国民收入低于975美元为低收入国家，在976美元至3855美元之间为中等偏下收入国家，在3856美元至11905美元之间为中等偏上收入国家，高于11906美元为高收入国家。而据国家统计局网站数据显示，2010年我国国内生产总值(GDP)401202亿元，相当于人均4277美元。按照这个人均收入水平，我国的确进入中等偏上收入国家。

但是，人均国民总收入(与人均GDP大致相当)和人均收入是两个完全不同的概念，人均国民收

入达到中等偏上水平，并不等于人均收入达到中等偏上水平。目前，除了少数“先富起来”的人之外，绝大多数人都是处于低收入水平，而平均起来的“中等收入”也并不代表整体上居民收入就达到了中等偏上收入水平。比如，一个年收入1000万元的人，与100个年收入5万元的人，一平均就是人均15万元，难道这100个人都已达到中等偏上收入?显然不能这么简单类比。

中等偏上收入的概念是指有除了拥有固定的住房、汽车等现代化消费之外，子女能够接受较好的教育，年收入颇丰，足够日常的医疗、教育、休闲等需求和支付，还能够有一定的闲钱进行一些储蓄、证券、收藏等方面的投资。而今，更多的家庭是为了应付贷款买房、子女教育和日常的生活消费，“月光族”已经相当普遍，在一些大城市，由于物价水平较高，即使月收入五六千元，日子过得还蛮紧张的，这种收入状态能够说是中等偏上收入吗?

“中等收入陷阱”，充其量是对国家整体经济形势而言的，对于广大中低收入群体还有很大的距离。对于高达95%以上的中低收入群体来说，他们的富裕程度远没有到“中等偏上”的程度，“中等偏上收入”对他们来说，还是一种目标追求，一种短时期难以实现的奢望。

因此，如何继续推动我国经济的持续增长，如何实现人均收入水平的大幅提高，如何防止贫富分化现象的加剧等等，才是解决问题的关键，才是防止步入“中等收入陷阱”的关键。否则，泛泛空论“中等收入陷阱”，将无任何现实意义。

# “造富机器”是一个坏榜样

李允峰

2011年度第一财经日报《财商》A股千富榜显示，2008年以来是A股市场富豪井喷期。数据显示，1000名上榜富豪中，173名来自2001年前上市的企业，74名来自2002年至2005年上市的企业，87名来自2006年至2007年上市的企业，其余666名来自2008年以来上市的企业，占比66.6%。统计还显示，276只股票的创业板，造出225名跻身A股千富榜的富豪。

读完这组数据，相信很多人都会有一种愤愤不平的感觉。如果说这些上市公司在创造了千万富豪的同时，能够让投资者也富起来，相信多数投资者对股市这个“造富机器”会充满感激。现在的情况却恰恰相反，一方面“造富机器”让很多限售股股东成为千万甚至亿万富豪，而另外一方面，投资者却亏损累累，证券市场鲜有较好的回报。换句话说，“造富机器”不是藏富于民，而是

“造富”了证券市场里的少数人，这样的“造富机器”其实是一个坏榜样。

当公司高管和限售股股东把公司上市当成一种终点的时候，上市公司已经丧失了创造财富的动力。对于这些被制造出来的千万富豪们，他们要做的事情只有一件，那就是等待限售股限售期的结束。而很多高管和限售股股东连这点耐心都没有了，宁肯放弃优厚的待遇也要匆忙辞职去兑现。如果证券市场新上市公司多数把上市当成理想实现的终点，不要指望公司还去创新，还去创造财富，这样的公司很难再为投资者创造利益，证券市场的资源配置效率就会大大降低。

中国证券市场应该通过资源配置功能，催化出更多如在同华尔街上市的创新能力的伟大的公司。尽管美国股市也存在“造富机器”功能，但其多数上市公司热衷于利资本的力量去实现更多创新，这种创新精神给投资者和资本市场带来源源不断的成长动力和财富

效应，真正实现了藏富于民，这一点恰恰是国内证券市场所欠缺的。

该如何避免“造富机器”只让少数人富起来，又该如何促使它实现藏富于民的功能呢?

首先应该改革当前新股发行体制，避免高价、高市盈率发行。高价发行严重侵害了投资者利益，为市场积累了巨大风险。12月2日，在深圳召开的“第十届中国证券投资基金国际论坛”上，上海证券交易所总经理张育军、深圳证券交易所总经理宋丽萍双双炮轰公募基金在新股询价过程中没有做出“好榜样”，在询价中参与“疯狂”定价。过高的市盈率发行是当前股市成为“造富机器”的关键因素。在海外成熟资本市场，其发行市盈率一般在15倍左右，与我国新股发行动辄30倍至40倍、甚至是70倍至80倍市盈率相比，新股发行给市场带来的风险和泡沫要小很多。

其次，国内股市一股独大现象在股

存持有股份比重过高问题。在创业板和中小板中，父子控股、夫妻控股和兄弟控股的公司不在少数，一方面这会造成财富向同一个家族集中，另外一方面也不利于上市公司治理，容易形成业绩操控和内幕交易，中小投资者在公司治理中更是很难获得发言权。如果新股发行能够采用存量发行，这一问题或许能够有所好转。只有上市公司一股独大现象消除，机构投资者和中小投资者才能获得更为充分的发言权，在上市公司盈利分红和公司治理中才能形成制约力量。

尽管降低新股发行市盈率、改革发行方法和给投资者更多发言权是改变“造富机器”只造富少数人的有效手段，但实践起来还需要时间和配套措施。期待管理层在治理新股发行过高的市盈率和一股独大现象上能够出重拳，尽早让“造富机器”实现藏富于民的功能，让中小投资者分享资本市场成长的硕果。

## 投资者教育 漫画专栏



## 切莫参与内幕交易

股市从来变幻多，内幕交易生诱惑。心怀鬼胎牟暴利，身陷迷潭铸大错。三公原则立规矩，监管利剑除腐败。不义之财莫起意，伸手最终必被捉。

郑晓波/漫画 孙勇/诗

内幕交易：指证券交易内幕信息的知情人或非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。

## 联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppll18@126.com。